

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

La información disponible desde principios de septiembre confirma la continuación de una recuperación moderada, aunque sostenida, de la economía de la zona del euro y un aumento gradual de la inflación, conforme a las expectativas previas. La economía de la zona del euro ha seguido mostrando su capacidad de resistencia frente a los efectos adversos de la incertidumbre económica y política a escala mundial, ayudada por el amplio paquete de medidas de política monetaria del BCE, que asegura unas condiciones de financiación muy favorables para empresas y hogares. Sin embargo, en general, el escenario de referencia sigue estando sujeto a riesgos a la baja.

Los indicadores globales disponibles apuntan a un moderado repunte de la actividad y del comercio mundiales en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, la inflación mundial se ha mantenido en niveles reducidos, dado que las anteriores caídas de los precios de la energía han lastrado el avance de los precios. Los riesgos para las perspectivas de actividad global continúan situándose a la baja y están relacionados especialmente con la incertidumbre política y los desequilibrios financieros.

Desde principios de septiembre, los rendimientos de la deuda soberana han aumentado y la curva de tipos *forward* del eonia se ha movido al alza; en particular, los rendimientos en los plazos intermedios han alcanzado niveles cercanos a los registrados a finales de junio tras el referéndum celebrado en el Reino Unido sobre su pertenencia a la UE. Los diferenciales de los valores de renta fija privada se incrementaron ligeramente y, en general, fueron significativamente inferiores a los observados a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el [programa de compras de bonos corporativos](#). Los precios de las acciones se han mantenido prácticamente sin variación, y las valoraciones del sector bancario permanecen en niveles especialmente bajos en comparación con principios de 2016.

La recuperación económica de la zona del euro continúa. De cara al futuro, se espera que la expansión de la economía avance a un ritmo moderado, pero sostenido. La demanda interna debería seguir estando apoyada por la transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real. Las favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan estimulando la recuperación de la inversión. Además, unos precios del petróleo aún relativamente bajos y el aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, prestan un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Asimismo, la orientación de la política fiscal en la zona del euro será prácticamente neutral en 2017. No obstante, se espera que la recuperación económica de la zona se vea frenada por una demanda exterior todavía débil, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales. Los

riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados con el entorno exterior principalmente.

Según Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,4 % en septiembre de 2016, frente al 0,2 % registrado en agosto. Este aumento obedeció principalmente a un incremento continuado de la inflación interanual de los precios de la energía, si bien aún no se observan señales de una clara tendencia al alza en la inflación subyacente. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación repunten en los dos próximos meses, debido en gran parte a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían continuar incrementándose en 2017 y 2018.

Las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han contribuido a mejorar las condiciones de financiación y los flujos crediticios en toda la zona del euro, respaldando con ello la recuperación económica. En concreto, en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2016 se indicó que el programa de compra de activos del BCE y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito habían propiciado unas condiciones crediticias más favorables. Asimismo, las entidades han seguido señalando una mejora de la demanda de préstamos, en un contexto de nuevos descensos de los tipos de interés del crédito bancario, que se situaron en mínimos históricos en agosto de 2016. Por tanto, la recuperación del crecimiento de los préstamos ha continuado a un ritmo moderado, pese a perder algo de impulso durante el verano. Con respecto a la financiación en los mercados, la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras registró un acusado avance en septiembre de 2016.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 20 de octubre de 2016, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que estos permanezcan en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras mensuales de activos por importe de 80 mm de euros continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación.

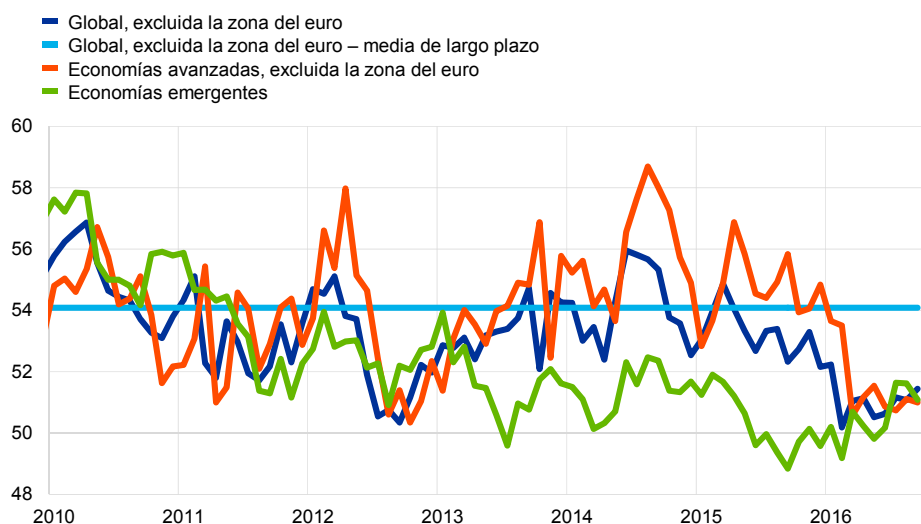
De cara al futuro, el Consejo de Gobierno confirma su compromiso de mantener el grado muy considerable de acomodación monetaria necesario para asegurar una convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Para ello, continuará actuando, si fuera preciso, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato. En diciembre, la valoración del Consejo de Gobierno se servirá de las nuevas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos que abarcan hasta 2019 y del trabajo de los comités del Eurosistema sobre las distintas alternativas para garantizar la ejecución fluida del programa de compras hasta marzo de 2017, o hasta una fecha posterior, si fuera necesario.

Pese a la modesta recuperación observada en algunas economías emergentes, la recuperación económica mundial sigue siendo gradual. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción global volvió a aumentar ligeramente en septiembre de 2016, y el leve descenso de la producción de las manufacturas quedó compensado con el repunte registrado en los servicios (véase gráfico 1). En términos intertrimestrales, el índice PMI de producción global se incrementó hasta situarse en 51,5 en el tercer trimestre, desde 51,3 del trimestre anterior. La evolución de las economías avanzadas fue heterogénea, ya que el índice aumentó en Estados Unidos y en Japón en el tercer trimestre, pero disminuyó en el Reino Unido. Las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes han mejorado con respecto a la primera mitad del año, y las encuestas indican que la actividad económica puede haber empezado a recuperarse.

Gráfico 1

Índice PMI compuesto de producción global

(Índice de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a septiembre de 2016.

Las condiciones financieras globales han seguido siendo favorables. Las economías emergentes han continuado beneficiándose de la mejora observada en la percepción de los riesgos, y los flujos de capitales a esas economías han mostrado capacidad de resistencia en un contexto de mejora generalizada de las condiciones financieras. El apetito por el riesgo a escala mundial se ha visto estimulado, en cierta medida, por las medidas adoptadas por los bancos centrales de algunas de las principales economías avanzadas. En agosto, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra redujo los tipos de interés y anunció nuevas medidas de expansión cuantitativa. En septiembre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Japón decidió imprimir un tono más acomodaticio a su política monetaria mediante la introducción de lo que denominó «expansión monetaria cuantitativa».

y cualitativa con control de la pendiente de la curva de rendimientos». También se comprometió a expandir la base monetaria hasta que la tasa de inflación observada supere su objetivo de estabilidad de precios y se mantenga por encima de ese nivel de manera estable. Por otra parte, en Estados Unidos, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó en septiembre que «los argumentos a favor de una subida del tipo de interés de los fondos federales son más sólidos».

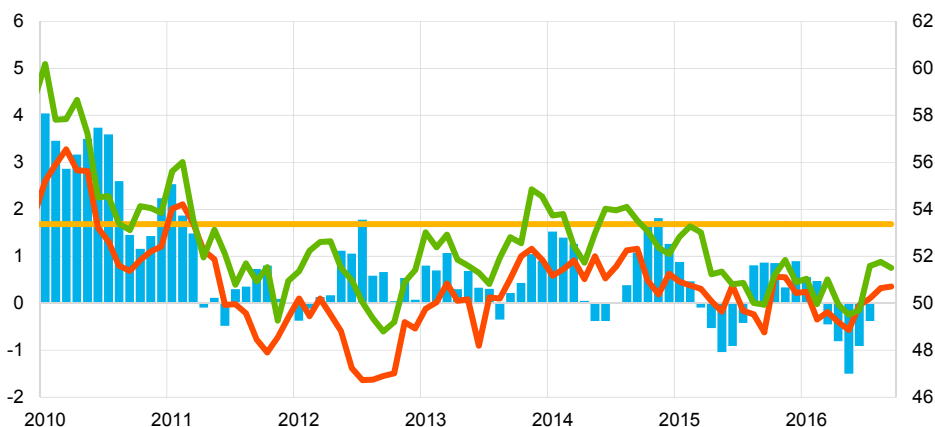
El comercio mundial de bienes continúa siendo débil, pese a la modesta mejora observada. El comercio mundial de bienes volvió a disminuir en julio por quinto mes consecutivo, aunque el dinamismo subyacente siguió mejorando (véase gráfico 2). Ese mes, las importaciones mundiales de bienes en términos reales descendieron un 0,4 % en tasa intertrimestral, tras registrar una caída del 0,9 % en junio. Sin embargo, datos recientes sugieren que el crecimiento del comercio mundial puede haber tocado fondo, y el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó en el tercer trimestre.

Los bajos niveles de inflación de los precios de la energía continúan afectando a la inflación general a escala mundial. En los países pertenecientes a la OCDE, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) repuntó levemente y se situó en el 0,9 % en agosto. Por su parte, el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo invariado en el 1,8 %. Los precios de la energía continuaron cayendo en agosto, aunque a un ritmo más lento que en el mes precedente, y descendieron un 6,7 % en tasa interanual, mientras que los precios de los alimentos disminuyeron ligeramente. Aunque se espera que los efectos de base de las anteriores caídas de los precios de las materias primas contribuyan a un aumento de la inflación general en los próximos meses, la existencia de una holgada capacidad productiva sin utilizar seguirá afectando a la inflación mundial en el medio plazo.

Gráfico 2
Comercio mundial de bienes

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)

- Comercio mundial (escala izquierda)
- Comercio mundial, media 1991-2007 (escala izquierda)
- PMI global nuevos pedidos exteriores (escala derecha)
- PMI global, excluido sector manufacturero de la zona del euro (escala derecha)



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a septiembre de 2016 para los PMI y a julio de 2016 para el comercio mundial.

El precio del Brent ha aumentado de manera acusada tras el anuncio de la OPEP en relación con un acuerdo para recortar la producción de petróleo.

La decisión de la OPEP de reducir la producción entre 500.000 y un millón de barriles diarios aproximadamente —que debe ratificarse en su próxima reunión de finales de noviembre— fue, en gran medida, inesperada. No obstante, el hecho de que las existencias se sitúen próximas a máximos históricos tendrá un efecto moderador en el proceso de reajuste del mercado. Aunque la decisión sea ratificada, el exceso de existencias de los países de la OCDE se reducirá a la mitad como mucho a lo largo de los seis próximos trimestres. Los precios de las materias primas no energéticas básicamente no se han modificado desde principios de septiembre.

Los indicadores sugieren que el crecimiento del PIB de Estados Unidos se recuperó en el tercer trimestre, tras la leve desaceleración registrada a principios de este año.

El PIB real de este país avanzó a una tasa anualizada del 1,4 % en el segundo trimestre de 2016. Sin embargo, las encuestas y los indicadores cuantitativos sugieren que el ritmo de expansión se aceleró en el tercer trimestre. Se espera que el gasto en consumo siga siendo el principal factor impulsor del crecimiento, sustentado en la mejora continua de las condiciones del mercado de trabajo. En el sector no agrícola, el incremento medio mensual del número de empleados fue de 192.000 en el período de tres meses transcurrido hasta septiembre. La inflación interanual medida por el IPC de Estados Unidos aumentó hasta situarse en el 1,5 % en septiembre, mientras que el IPC, excluidos la energía y los alimentos, cayó hasta el 2,2 %.

En Japón, el crecimiento económico sigue siendo modesto. Tras mostrar cierta debilidad en julio, las exportaciones y la producción se recuperaron en agosto. En la construcción, los nuevos pedidos registrados en julio también indicaron cierta mejora del mercado de la vivienda. Mientras tanto, las encuestas a los hogares apuntan a cierto deterioro del consumo privado, aunque el mercado laboral está mejorando. La tasa de paro descendió hasta el 3 % en julio, al tiempo que los salarios nominales aumentaron un 1,2 % en términos interanuales. La inflación interanual medida por el IPC siguió adentrándose en territorio negativo en agosto, situándose en el -0,5 %. El IPC, excluidos los alimentos frescos y la energía, que es el indicador de la inflación subyacente más utilizado por el Banco de Japón, también cayó y se situó en el 0,4 %.

En el Reino Unido, el crecimiento económico sigue siendo vigoroso. Tras los acusados descensos observados en los días inmediatamente posteriores al referéndum sobre la pertenencia a la UE celebrado en el Reino Unido, muchos indicadores de corto plazo se recuperaron en agosto y septiembre. Sin embargo, se espera que la incertidumbre en torno a las negociaciones relacionadas con la salida de la Unión Europea modere la demanda interna, en especial la inversión (véase el recuadro 1 de este Boletín Económico). La inflación interanual medida por el IPC se aceleró hasta situarse en el 1 % en septiembre, y se prevé que siga aumentando como consecuencia de la reciente depreciación de la libra esterlina. Ciertamente, datos recientes sobre los precios de los bienes intermedios apuntan a la acumulación de algunas presiones latentes.

La economía china continúa expandiéndose a un ritmo vigoroso. Los datos más recientes confirman un crecimiento estable del PIB, el 6,7 % en tasa interanual, en el tercer trimestre, impulsado principalmente por el consumo, mientras que la contribución de la formación bruta de capital fijo descendió ligeramente en comparación con el segundo trimestre, en línea con el lento proceso de reajuste de la economía. La demanda exterior neta siguió representando un ligero lastre para el crecimiento. En las grandes ciudades, los precios de la vivienda han estado aumentando de manera acusada, con tasas interanuales de alrededor del 30 %. En consecuencia, algunas autoridades locales han empezado a imponer restricciones a las compras. Por su parte, en las ciudades más pequeñas los precios son más estables, en un contexto de exceso de oferta de viviendas. La inflación repuntó en septiembre, y la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta el 1,9 %, mientras que la inflación interanual de los precios de producción, que lleva en niveles negativos desde marzo de 2012, aumentó hasta situarse en el 0,1 %.

2 Evolución financiera

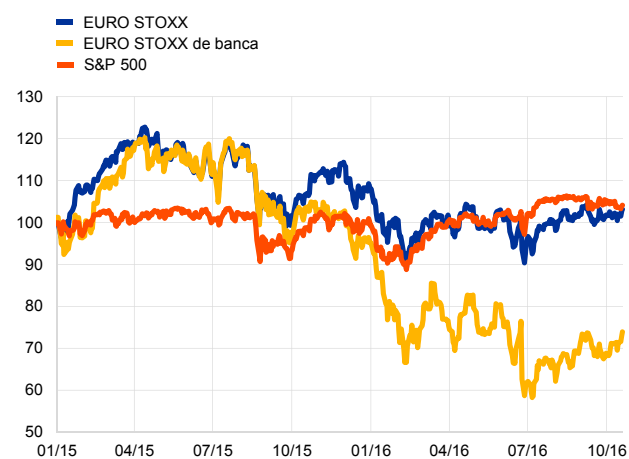
Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro

aumentaron desde principios de septiembre. Durante el período de referencia (del 8 de septiembre al 19 de octubre de 2016), los rendimientos de la deuda soberana a diez años se incrementaron entre 6 y 30 puntos básicos. En general, los diferenciales de la deuda soberana frente al tipo de interés del bono alemán a diez años se mantuvieron prácticamente estables en la mayoría de los países, excepto en Grecia y en Italia, donde se ampliaron en 12 y 21 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 3

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2015 = 100)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Datos diarios. La observación más reciente corresponde al 19 de octubre de 2016.

Los precios de las acciones de la zona del euro permanecieron prácticamente estables desde principios de septiembre.

Al final del período considerado, el índice bursátil de la zona del euro aún se mantenía en torno a un 3 % por debajo del nivel inmediatamente anterior al referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE y un 2 % por debajo del registrado a comienzos de 2016. La preocupación sobre la rentabilidad, así como los acontecimientos en entidades de crédito y países específicos, continuaron lastrando el sector bancario de la zona del euro. El 19 de octubre, las cotizaciones bancarias se situaban aproximadamente un 20 % por debajo de los niveles observados a principios de 2016 (véase gráfico 3). Los precios de las acciones descendieron en torno a un 2 % en Estados Unidos durante el período de referencia, mientras que prácticamente no variaron en Japón y subieron más de un 2 % en el Reino Unido. En general, las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las

cotizaciones bursátiles se mantuvieron estables en la zona del euro, y fueron significativamente inferiores al máximo relativo alcanzado a finales de junio como consecuencia del referéndum del Reino Unido.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras interrumpieron la tendencia bajista imperante desde el anuncio en marzo por el Consejo de Gobierno del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés).

Tras una fase de caída de los rendimientos iniciada a principios de marzo, que incluyó un breve cambio de tendencia en junio atribuible a las tensiones provocadas por el referéndum del Reino Unido, los diferenciales de las emisiones realizadas por las sociedades no financieras de la zona del euro se ampliaron marginalmente en todas las categorías de calificación crediticia desde comienzos de septiembre. No obstante, el 19 de octubre estos diferenciales se situaban, en función de su calificación, entre 15 y 50 puntos básicos por debajo de los niveles de principios de marzo, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del CSPP. En el sector financiero, los diferenciales de la renta fija privada también se incrementaron ligeramente en todas

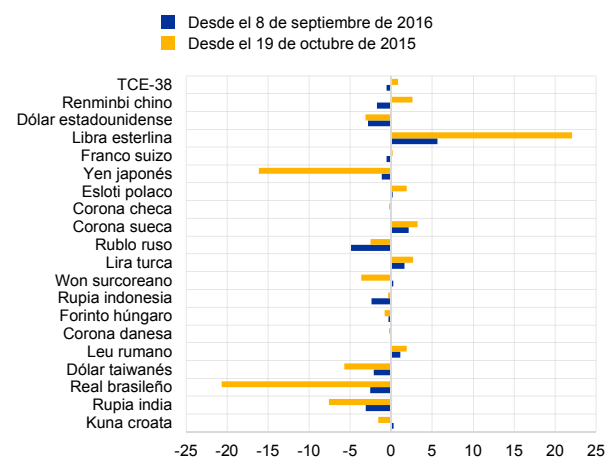
las categorías de calificación crediticia durante el período de referencia.

El comportamiento divergente de las cotizaciones del sector bancario, que han registrado un retroceso significativo desde principios de 2016, y de los diferenciales de la renta fija del sector financiero indica que la preocupación sobre la rentabilidad —más que la percepción de mayores riesgos de impago entre las entidades financieras— continúa siendo un factor fundamental de la evolución del sector bancario.

En los mercados cambiarios, el euro se mantuvo prácticamente estable en cifras ponderadas por el comercio. En términos bilaterales, el euro se apreció un 5,7 % frente a la libra esterlina desde el 8 de septiembre, en un entorno de continua incertidumbre tras el resultado del referéndum del Reino Unido y también se revalorizó frente a las monedas de la mayoría de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Al mismo tiempo, el euro se depreció frente a la mayor parte de las principales monedas restantes, como el dólar estadounidense (un 2,8 %), el yen japonés (un 1,1 %) y el franco suizo (un 0,6 %), y frente a las monedas de las principales economías emergentes (véase gráfico 4).

Gráfico 4

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas (porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado con respecto al tipo de cambio vigente el 19 de octubre de 2016.

medios. Este desplazamiento al alza fue marginal en los vencimientos inferiores a dos años, y la curva se mantiene por debajo de cero en todos los vencimientos hasta el verano de 2021.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo estable, en torno a – 35 puntos básicos, durante el período considerado. Hacia el final del tercer trimestre de 2016, el Eonia ascendió temporalmente hasta alcanzar –32 puntos básicos. El exceso de liquidez aumentó alrededor de 28 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.065 mm de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el marco del programa ampliado de compra de activos.

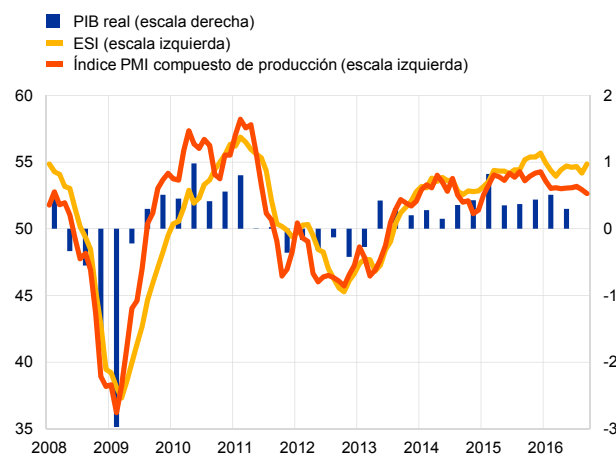
La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó al alza en relación con los mínimos registrados a principios de septiembre, especialmente en los plazos superiores a un año, y actualmente se sitúa en niveles próximos al observado inmediatamente después del referéndum del Reino Unido, en particular en los vencimientos de hasta cinco años. Durante el período considerado, la curva de tipos *forward* del eonia registró un movimiento al alza de aproximadamente 6 puntos básicos en los plazos

3 Actividad económica

La economía de la zona del euro continúa recuperándose, pese a cierta volatilidad provocada por las condiciones meteorológicas en la primera mitad de 2016. El PIB real se incrementó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2016, como resultado de una contribución modesta de la demanda interna, acompañada de una aportación más acusada de la demanda exterior neta (véase gráfico 5). En cambio, la variación de existencias contribuyó negativamente al avance del PIB en el segundo trimestre. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, han seguido mostrando capacidad de resistencia y apuntan a la continuación de un crecimiento moderado en el tercer trimestre.

Gráfico 5
PIB real, ESI e índice PMI compuesto de producción de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral; índice; índice de difusión)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI está normalizado con la media y la desviación típica del PMI. Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2016 para el PIB real y a septiembre de 2016 para el ESI y el PMI.

El gasto en consumo, principal factor impulsor de la recuperación actual, continuó contribuyendo positivamente al avance del PIB en la primera mitad de 2016. En el segundo trimestre, la tasa de crecimiento intertrimestral del consumo privado se redujo hasta el 0,2 %. Esta desaceleración debería considerarse en el contexto del sólido resultado del primer trimestre, en el que el consumo experimentó un incremento del 0,6 % intertrimestral. El menor avance del consumo en el segundo trimestre fue reflejo del aumento de la tasa de ahorro, ya que el crecimiento de la renta real se mantuvo. En efecto, durante la recuperación actual el gasto en consumo se ha visto favorecido por el incremento de la renta real disponible de los hogares, que refleja fundamentalmente el crecimiento del empleo y los bajos precios del petróleo. La renta bruta disponible real de los hogares creció un 2,5 % en términos interanuales, en el segundo trimestre de 2016, la mayor tasa de crecimiento de los últimos 15 años. Los balances de los hogares también presentan mayor disponibilidad de fondos. La deuda en relación con la renta de los hogares se ha reducido de forma continuada durante la recuperación en curso, respaldando así el avance del consumo total.

disponibilidad de fondos. La deuda en relación con la renta de los hogares se ha reducido de forma continuada durante la recuperación en curso, respaldando así el avance del consumo total.

De cara al futuro, el consumo debería continuar creciendo a un ritmo sostenido. Tras mejorar en el segundo trimestre de 2016, la confianza de los consumidores descendió ligeramente en el tercero —descenso que podría atribuirse, en parte, al resultado del referéndum del Reino Unido y a los recientes ataques terroristas—, aunque todavía se mantiene por encima de su media de largo plazo. Los datos sobre comercio minorista (hasta agosto de 2016) y las matriculaciones de vehículos (hasta septiembre de 2016) están en consonancia con el crecimiento positivo del gasto en consumo en el tercer trimestre, posiblemente a un ritmo algo mayor que en el segundo. Además, el crecimiento adicional del empleo, como

sugieren los indicadores de opinión más recientes, también deberían continuar respaldando el gasto en consumo.

La inversión se ralentizó en el segundo trimestre tras el efecto positivo de las condiciones meteorológicas sobre la construcción en el primer trimestre. En el segundo trimestre de 2016, la inversión total mostró un crecimiento nulo en tasa intertrimestral, resultante de un aumento de la inversión, excluida la construcción, que se vio contrarrestado por una caída de la inversión en construcción. El crecimiento de la inversión, excluida la construcción, en el segundo trimestre fue atribuible prácticamente en su totalidad al incremento de la inversión en material de transporte, y el resto se debió a la inversión en TIC (tecnologías de la información y las comunicaciones). La inversión en construcción se contrajo un 0,4% en el segundo trimestre, después de registrar tres trimestres consecutivos de crecimiento. Esta desaceleración obedeció principalmente a la evolución de la inversión en Alemania como consecuencia de la desaparición gradual del efecto meteorológico, que impulsó fuertemente al alza el resultado del primer trimestre.

La información disponible sugiere que la inversión empresarial creció moderadamente en el tercer trimestre de 2016, mientras que la inversión en construcción repuntó. El débil dinamismo de la inversión empresarial está respaldado por los datos sobre la producción industrial de bienes de equipo, que solo creció tímidamente en julio y agosto en comparación con el segundo trimestre. Además, la confianza en el sector de bienes de equipo en el tercer trimestre fue menor, en promedio, que en el segundo, y la valoración de la cartera de pedidos de este sector se mantuvo contenida en el tercer trimestre, especialmente en el caso de los pedidos exteriores, lo que apunta a que la debilidad del entorno internacional tuvo cierto impacto adverso. Por lo que se refiere a la inversión en construcción, factores subyacentes como la concesión de visados de obra nueva, la situación de la demanda en el sector y la valoración de la cartera de pedidos señalan que la recuperación continuará en el futuro. Además, los datos mensuales sobre producción más recientes, junto con los resultados de las encuestas, indican un repunte de la actividad de construcción en el tercer trimestre de este año.

Se espera que la recuperación de la inversión empresarial continúe más allá del próximo trimestre. El apoyo a esta inversión procederá previsiblemente de la demanda y de la orientación acomodaticia de la política monetaria, así como de las favorables condiciones de financiación y de las necesidades de reposición. La mejora de los beneficios también debería favorecer la inversión total en el futuro. Los riesgos a la baja para las perspectivas de inversión empresarial están relacionados con el entorno internacional, como la incertidumbre en torno al «Brexit».

En el segundo trimestre de 2016, las exportaciones totales de la zona del euro exhibieron cierta fortaleza, pero los datos mensuales sobre comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona apuntan, hasta el momento, a un tercer trimestre débil. Los resultados mensuales del comercio correspondientes a agosto sugieren que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro experimentaron un ligero repunte en comparación con el mismo período de 2015 (en términos de media móvil intertrimestral). Sin embargo, estas exportaciones continúan registrando un débil

crecimiento en términos históricos. Por lo que respecta a las economías emergentes, el avance de las exportaciones a China se desaceleró, al tiempo que las exportaciones de bienes a Rusia y América Latina disminuyeron. En cuanto a las economías avanzadas, la contribución de las exportaciones a Estados Unidos fue negativa, mientras que la de las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro probablemente haya sido positiva. De cara al futuro, se espera que la ligera apreciación del tipo de cambio efectivo del euro desde principios de 2016 lastre las exportaciones de la zona del euro. Además, puede que las exportaciones se hayan visto afectadas negativamente por las posibles consecuencias del resultado del referéndum del Reino Unido sobre los flujos del comercio mundial. Indicadores más recientes, como las encuestas, señalan la continuación de la débil evolución de la demanda exterior, si bien los pedidos exteriores parecen haber mejorado en cierta medida en el tercer trimestre.

En conjunto, los indicadores económicos más recientes son coherentes con la continuación de un crecimiento moderado del PIB real en el tercer trimestre de 2016.

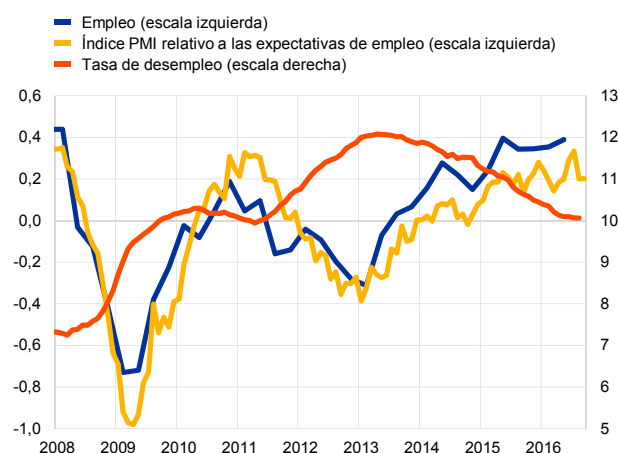
La producción industrial (excluida la construcción) exhibió un fuerte incremento intermensual en agosto de 2016, tras experimentar un menor descenso en julio. En julio y agosto, la producción industrial se situó, en promedio, un 0,1 % por encima del nivel del segundo trimestre, en el que la producción disminuyó un 0,2 % en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes están en consonancia con una tasa de crecimiento sostenido en el tercer trimestre, similar a la del segundo trimestre. El índice PMI compuesto de producción se situó en un nivel medio de 52,9 en el tercer trimestre de 2016, frente a 53,1 en el segundo, mientras que el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea permaneció sin cambios en 104,3 (véase gráfico 5).

Mientras que el ESI se mantiene muy por encima de su media de largo plazo, el PMI se encuentra actualmente algo por debajo de su media histórica.

Gráfico 6

Empleo, índice PMI relativo a las expectativas de empleo y desempleo en la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.
 Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2016 para el empleo, a septiembre de 2016 para el PMI y a agosto de 2016 para el desempleo.

Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando gradualmente.

En el segundo trimestre de 2016, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0,4 % en tasa intertrimestral, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,4 %. Desde el segundo trimestre de 2013, cuando el empleo empezó a crecer, el número de personas ocupadas ha aumentado un 3 % en términos acumulados. La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo invariada en el 10,1 % en agosto de 2016, dos puntos porcentuales por debajo del máximo más reciente registrado en abril de 2013 (véase gráfico 6). Este descenso ha sido generalizado en ambos sexos y en los distintos grupos de edad. Además, el número de parados de larga duración (las personas que llevan al menos 12 meses en situación de desempleo) sigue disminuyendo lentamente, pero todavía representa más del 5 % de la población activa. Los resultados de

encuestas más recientes apuntan a mejoras adicionales en el mercado de trabajo en los próximos meses.

De cara al futuro, se espera que la expansión de la economía avance a un ritmo moderado, pero sostenido.

La demanda interna debería estar apoyada por la transmisión de las medidas de política monetaria a la economía real. Las favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan estimulando la recuperación de la inversión. Además, unos precios del petróleo aún relativamente bajos y el aumento sostenido del empleo, relacionado también con las reformas estructurales acometidas en el pasado, prestan un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Asimismo, es probable que la orientación general de la política fiscal en la zona del euro sea prácticamente neutral en 2017. No obstante, se prevé que la recuperación económica se verá frenada por una demanda exterior todavía débil, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados con el entorno exterior principalmente. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de octubre, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB prácticamente no han variado con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de julio.

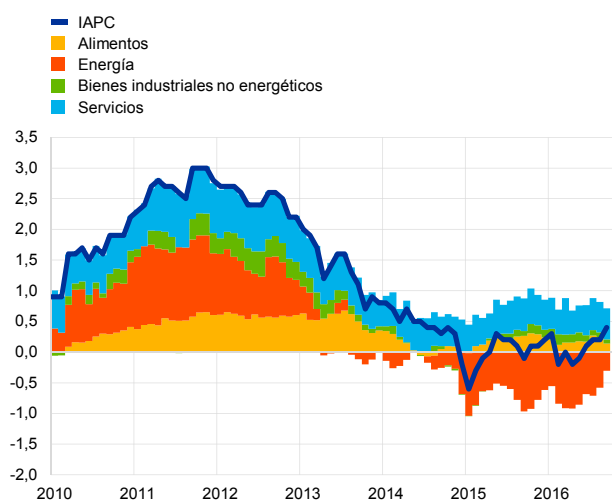
4 Precios y costes

La inflación general volvió a aumentar en los últimos meses. La tendencia al alza de la inflación general observada desde el reciente mínimo del $-0,2\%$ registrado en abril de 2016 refleja, principalmente, la progresiva disminución del efecto de las anteriores caídas de los precios del petróleo (véase gráfico 7).

Gráfico 7

Contribución de los componentes a la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a septiembre de 2016.

volvió a disminuir ligeramente hasta situarse en el $-1,4\%$ en agosto, frente al $-1,3\%$ de julio. En otras fases de la cadena de precios, los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio permanecieron prácticamente estables y su tasa de crecimiento interanual se situó en el $0,1\%$ en agosto, lo que representa un leve avance con respecto al $0,0\%$ observado en julio. Aunque es probable que la mejora de las condiciones económicas haya ejercido presiones al alza sobre los precios industriales, estas pueden haber sido contrarrestadas por los bajos precios de las materias primas y por las presiones desinflacionistas globales de manera más general.

El crecimiento de los salarios se ha mantenido contenido. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó ligeramente, hasta situarse en el $1,1\%$ en el segundo trimestre de 2016, frente al $1,2\%$ registrado en el trimestre anterior. Es probable que el avance de los salarios siguiera viéndose lastrado por la significativa holgura del mercado de trabajo, el débil crecimiento de la productividad,

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente no muestra señales claras de una tendencia al alza. Tras los avances registrados en la primera mitad de 2015, la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha oscilado en torno al 1% . Además, tampoco otros indicadores de la inflación subyacente han mostrado signos claros de un impulso al alza. Ello puede deberse, en parte, a los efectos indirectos a la baja derivados de las acusadas caídas que registraron anteriormente los precios del petróleo y de otras materias primas, que se materializan con cierto retraso. Cabe destacar que las presiones internas sobre los costes —especialmente, el crecimiento salarial— se han mantenido contenidas.

La tasa de variación de los precios de importación sigue siendo negativa, mientras que la de los precios industriales se mantiene bastante estable.

La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio

volvió a disminuir ligeramente hasta situarse en el $-1,4\%$ en agosto, frente al $-1,3\%$ de julio. En otras fases de la cadena de precios, los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio permanecieron prácticamente estables y su tasa de crecimiento interanual se situó en el $0,1\%$ en agosto, lo que representa un leve avance con respecto al $0,0\%$ observado en julio. Aunque es probable que la mejora de las condiciones económicas haya ejercido presiones al alza sobre los precios industriales, estas pueden haber sido contrarrestadas por los bajos precios de las materias primas y por las presiones desinflacionistas globales de manera más general.

El crecimiento de los salarios se ha mantenido contenido. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó ligeramente, hasta situarse en el $1,1\%$ en el segundo trimestre de 2016, frente al $1,2\%$ registrado en el trimestre anterior. Es probable que el avance de los salarios siguiera viéndose lastrado por la significativa holgura del mercado de trabajo, el débil crecimiento de la productividad,

la baja inflación y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis financiera y económica¹.

Gráfico 8

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, Thomson Reuters, Consensus Economics, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y cálculos del BCE.

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta septiembre de 2016. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se obtienen de los swaps cupón cero de inflación de la zona del euro (basados en el IAPC, excluido el tabaco).

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo han aumentado ligeramente, aunque permanecen en niveles bajos, mientras que los indicadores basados en encuestas de opinión continúan situándose bastante por encima de los indicadores de mercado (véase gráfico 8). Desde septiembre, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se han recuperado levemente en todos los plazos de vencimiento, aunque partiendo de mínimos históricos.

La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se incrementó desde el 1,29 % registrado a principios de septiembre hasta el 1,43 % a mediados de octubre. Los reducidos niveles actuales de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación reflejan, en parte, las expectativas de baja inflación de los participantes en el mercado y, en parte, la limitada demanda de protección frente a la inflación en un entorno de baja inflación. Los indicadores de las expectativas de inflación a más largo plazo basados en encuestas de opinión continúan situándose bastante por encima de los indicadores de mercado. La encuesta a expertos en previsión económica del BCE correspondiente al cuarto trimestre de 2016 indica que las expectativas de inflación dentro de cinco años se mantuvieron sin variación en el 1,8 %. Asimismo, los

participantes en el mercado siguen considerando que es muy improbable que las tasas de inflación dentro de dos y cinco años sean negativas. Otras instituciones y encuestas coinciden prácticamente con la encuesta a los expertos en previsión económica en lo relativo a las expectativas de inflación a más largo plazo.

En cuanto a los precios de la vivienda en la zona del euro, en la primera mitad del año en curso continuó la recuperación que comenzó a principios de 2014.

Según el indicador agregado de precios de los inmuebles residenciales del BCE, la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda en la zona del euro fue del 3 % en el segundo trimestre de 2016, frente al 2,7 % del primer trimestre del año y al 2,2 % del último trimestre de 2015 (véase recuadro 3).

¹ Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

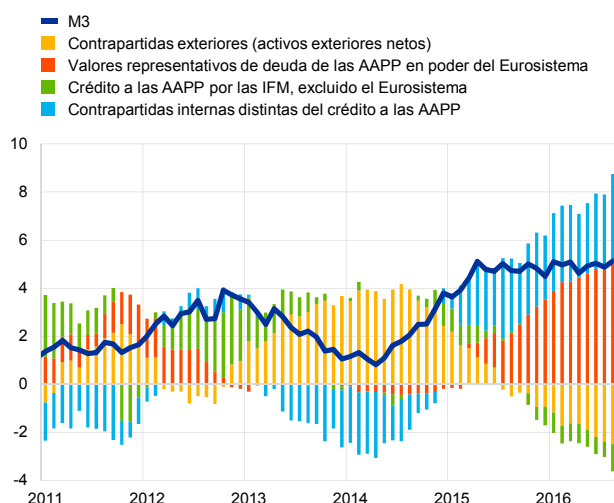
5 Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido.

La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 5,1 % en agosto, después del 4,9 % observado en julio, habiendo permanecido en torno al 5 % desde abril de 2015 (véase gráfico 9). El crecimiento de M3 volvió a verse impulsado por los componentes más líquidos, dado el bajo coste de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y un perfil plano de la curva de rendimientos. Tras registrar una serie de desaceleraciones con respecto al máximo alcanzado en julio de 2015, el crecimiento interanual de M1 se elevó hasta situarse en el 8,9 %, frente al 8,4 % de julio.

Gráfico 9
M3 y sus contrapartidas

(flujos acumulados de doce meses en mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Notas: «Contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP» incluye los pasivos financieros a más largo plazo (incluidos capital y reservas) de las IFM, el crédito al sector privado por parte de las IFM y otras contrapartidas. La observación más reciente corresponde a agosto de 2016.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.

Las compras de valores representativos de deuda en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) continuaron teniendo un considerable impacto positivo en el crecimiento de M3 (véanse las barras naranjas del gráfico 9). En cambio, la contribución del crédito a las AAPP concedido por las instituciones financieras monetarias, excluido el Eurosistema, se mantuvo negativa (véanse las barras verdes del gráfico 9).

Las contrapartidas internas distintas del crédito a las Administraciones Públicas tuvieron también un impacto positivo en el crecimiento de M3

(véanse las barras azules del gráfico 9). Por una parte, esto refleja la recuperación gradual del crecimiento del crédito al sector privado. Por otra parte, la tasa de variación interanual significativamente negativa de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las

IFM siguió sustentando el crecimiento de M3. Esta evolución se debe, en parte, al perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria del BCE, que ha hecho que a los inversores les resulte menos favorable mantener depósitos a largo plazo y bonos bancarios. El atractivo de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados también influyó.

La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM continuó siendo un lastre para el crecimiento interanual de M3 (véanse las barras amarillas del gráfico 9). Esta evolución refleja las salidas continuadas de capital de la zona del euro y el reequilibrio de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona; en particular, las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes

en el marco del PSPP (véase también el recuadro 2, titulado «Saldo TARGET y el programa de compra de activos» de este Boletín Económico).

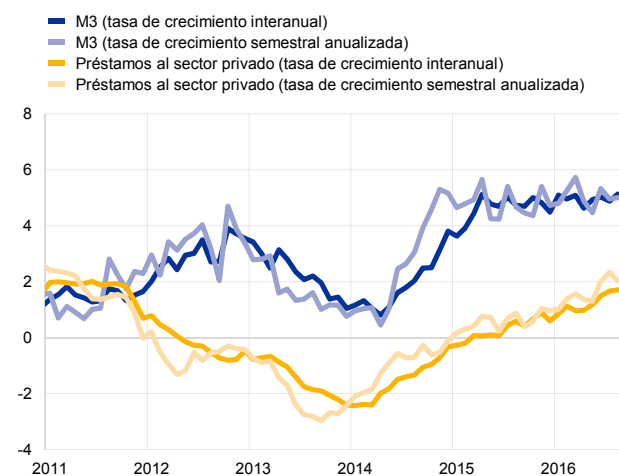
El crecimiento del crédito continuó recuperándose a un ritmo moderado.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y *cash pooling* nacional) fue estable en agosto (véase gráfico 10), tanto para los préstamos a las sociedades no financieras como para los préstamos a hogares. Si bien la recuperación gradual de la actividad crediticia perdió algo de impulso durante el verano, sigue estando respaldada por las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas desde el verano de 2014 (debido, en particular, a las medidas de política monetaria del BCE) y por las mejoras en la demanda de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, el saneamiento de los balances financieros y no financieros y la necesidad de ajustar los modelos de negocio de las entidades de crédito en algunos países siguen lastrando el crecimiento del crédito.

Gráfico 10

M3 y préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual y tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulaciones, otras transferencias y *cash pooling* nacional. La observación más reciente corresponde a agosto de 2016.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2016 indica que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por el aumento de la demanda de todas las categorías de préstamo en el tercer trimestre de 2016. Los criterios de aprobación se

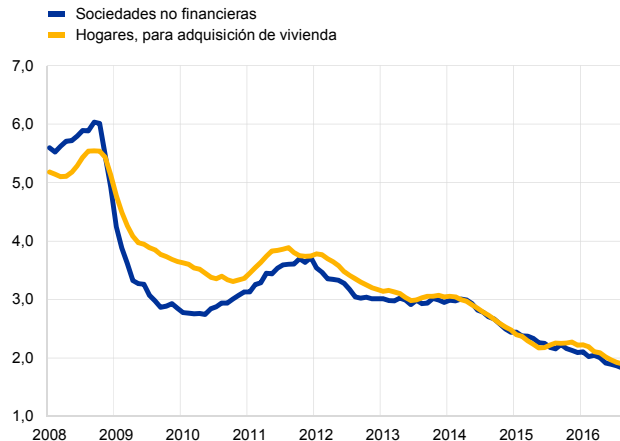
mantuvieron sin variación en el caso de los préstamos a empresas, tras una relajación neta desde el segundo trimestre de 2014, pero se suavizaron para los préstamos a hogares. Los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares continuaron relajándose debido a la presión de la competencia y, en menor medida, a la menor percepción de riesgo. Las entidades de crédito también señalaron que el programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del BCE había relajado, en términos netos, las condiciones de los préstamos, y que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE había tenido un efecto positivo en el volumen de crédito. Al mismo tiempo, las entidades de crédito

indicaron que el APP y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito habían tenido un impacto negativo en sus márgenes.

Gráfico 11

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo, utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La observación más reciente corresponde a agosto de 2016.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron hasta registrar nuevos mínimos históricos en agosto (véase gráfico 11). Los tipos de

interés sintéticos del crédito otorgado a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido considerablemente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. La reducción de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito, favorecida por el menor coste de financiación a consecuencia de las TLTRO, ha respaldado el descenso de los tipos de interés sintéticos de los préstamos.

Entre mayo de 2014 y agosto de 2016, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro cayeron 110 puntos básicos y en torno a 100 puntos básicos, respectivamente. El

descenso de los tipos de interés de los préstamos bancarios durante este período fue más pronunciado

en los países vulnerables de la zona del euro que en otros países de la zona, lo que indica una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés del crédito bancario. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro siguió una trayectoria descendente. En general, esto indica que las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos. Las reducciones de los costes de financiación de las entidades de crédito y de los tipos de interés de los préstamos bancarios han contribuido a mitigar las asimetrías que existían en los países de la zona del euro y han atenuado la fragmentación de los costes de financiación y de las condiciones de concesión del crédito.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se incrementó notablemente en septiembre de 2016, tras haber sido bastante moderada en julio y en agosto. Los datos oficiales del

BCE más recientes muestran que la actividad emisora fue escasa en julio y en agosto, debido a factores estacionales. Los datos preliminares sugieren que dicha actividad volvió a registrar un acusado avance en septiembre de 2016 y que el incremento fue generalizado en los distintos países. En general, se estima que la actividad emisora entre marzo y septiembre ha superado con un margen considerable los niveles observados en el mismo período de 2015. La emisión se vio respaldada, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos del BCE. La emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se ha mantenido bastante moderada en los últimos meses.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo favorables.

Los costes nominales de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo muy favorables, aunque se estima que han crecido ligeramente en agosto y en septiembre de 2016, tras haber alcanzado nuevos mínimos históricos en julio. El incremento se debió al aumento del coste de la financiación mediante acciones. Sin embargo, el coste de la financiación mediante valores de renta fija se ha estabilizado en niveles muy bajos en los últimos meses como consecuencia de las medidas de política monetaria no convencionales más recientes del BCE y del descenso general de los rendimientos de la renta fija a escala mundial.